

Companhia Catarinense de Águas e Saneamento - Casan

Tipo de Rating	Rating	Perspectiva	Última Ação de Rating
Rating Nacional de Longo Prazo	BBB-(bra)	Positiva	Elevado em 30 de maio de 2019.

[Clique aqui para a relação completa dos ratings.](#)

Resumo Financeiro

(BRL mil)	Dez 2017	Dez 2018	Dez 2019P	Dez 2020P
Receita Líquida	1.020.802	1.085.552	1.161.560	1.241.658
EBITDAR Operacional	297.718	317.331	359.735	389.471
Margem de EBITDAR Operacional (%)	29,2	29,2	31,0	31,4
Fluxo de Caixa das Operações	140.115	176.015	215.331	197.876
Dívida Líquida Total/EBITDAR (x)	4,0	3,6	3,5	3,6

P – Projeção.
Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Casan.

Em 30 de maio de 2019, a Fitch Ratings elevou o Rating Nacional de Longo Prazo da Companhia Catarinense de Águas e Saneamento (Casan) para 'BBB-(bra)', de 'BB(bra)'. Ao mesmo tempo, a agência removeu a Observação Negativa e atribuiu Perspectiva Positiva ao rating.

A remoção da Observação Negativa e a elevação do rating refletem a efetivação da segunda emissão de debêntures da companhia, em maio de 2019, no montante total de BRL600 milhões, que reduziu substancialmente seus riscos de refinanciamento por meio da liquidação antecipada do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC Casan) e de sua primeira emissão de debêntures. Estas duas operações apresentavam relevante concentração no curto prazo e poderiam ter vencimento antecipado declarado, em virtude da quebra de *covenants* — o que representava preocupação, no entender da Fitch. Parte dos recursos da segunda emissão de debêntures também suportará uma parcela dos investimentos programados da companhia para os próximos três anos.

A Perspectiva Positiva do rating reflete a expectativa da agência de que a Casan gerenciará índices de alavancagem moderados, a partir do gradual crescimento da geração operacional de caixa por meio da redução de sua estrutura de custos (após a realização do programa de demissão voluntária) e do aumento do volume faturado, decorrente da ampliação de sua base de receita. O perfil financeiro da Casan se beneficia de seu acesso a recursos de longo prazo já aprovados junto a agências multilaterais, o que deverá apoiar a estimativa de fluxos de caixa livre (FCFs) negativos nos próximos três anos, em virtude do esperado aumento dos investimentos. A Fitch não incorpora à sua análise, a médio prazo, alterações na capacidade de geração operacional de caixa da companhia em decorrência de modificações no marco regulatório do setor ou de eventuais mudanças em seu controle acionário.

O rating da Casan considera o baixo risco de seu negócio de saneamento básico, tendo em vista a posição quase monopolista de suas operações na área de atuação, bem como a razoável previsibilidade e a resiliência de sua demanda, mesmo em cenários macroeconômicos adversos. O risco hidrológico é inerente ao setor, mas, no caso da Casan, tem sido gerenciável. As práticas de governança corporativa da companhia são inferiores às da média das empresas do setor analisadas pela Fitch, mas não afetam sua classificação. A agência também considera a existência de risco político, já que a Casan possui controle público, e entende que o risco regulatório é moderado. A companhia tem o desafio de continuar formalizando contratos com os municípios nos quais opera, a fim de obter maior respaldo contratual a suas atividades.

Principais Fundamentos dos Ratings

Baixo Risco da Indústria: A Casan se beneficia da resiliência de sua demanda, por ser prestadora de um serviço essencial à população. Mesmo diante do cenário macroeconômico mais desafiador de 2015 a 2018, o volume faturado total da companhia cresceu, em média, 2,2% ao ano, o que demonstra a resiliência do negócio. A expectativa da Fitch é de que o volume total faturado da Casan aumente cerca de 2,5% nos próximos três anos. Na visão da agência, o desafio da empresa está relacionado à execução dos investimentos necessários à ampliação da cobertura da coleta e do tratamento de esgoto. Estes requerem fontes de financiamento adequadas, dado o fato de o retorno dos investimentos ser de longo prazo.

FCF Pressionado Por Investimentos: As projeções da Fitch indicam que o FCF da Casan será negativo em BRL165 milhões ao ano, em média, em 2019 e 2020, pressionado pelo aumento dos investimentos para um total de BRL709 milhões no biênio. O impacto dos maiores investimentos no FCF será parcialmente compensado pela expectativa de aumento no fluxo de caixa das operações (CFFO) da companhia, estimado em BRL215 milhões para 2019, a partir do crescimento da receita, aliado à diluição e ao controle dos gastos operacionais. No período de 12 meses encerrado em 31 de março de 2019, o CFFO da Casan foi de BRL193 milhões, e o FCF ficou negativo em BRL24 milhões, após investimentos de BRL216 milhões.

Crescimento da Geração de Caixa: A Fitch acredita que o EBITDA da Casan crescerá gradualmente, atingindo patamares próximos a BRL360 milhões em 2019 e BRL390 milhões em 2020, com margens na faixa de 31% a 32%, calculados após ajustes para efeitos não-recorrentes, porém ainda abaixo de seus principais pares na indústria. Este aumento no EBITDA é suportado, principalmente, pela conclusão de investimentos na expansão da rede de esgoto, por reajustes tarifários adequados e pela redução em sua estrutura de custos. No período de 12 meses encerrado em março de 2019, o EBITDA, de BRL340 milhões, correspondia à margem de 31,1%.

Alavancagem Moderada: Pelas projeções da Fitch, a alavancagem financeira líquida da Casan ficará próxima a 3,5 vezes em 2019 e 2020. A empresa tem o desafio de continuar fortalecendo sua geração de caixa operacional, ao mesmo tempo em que amplia seus investimentos para expandir suas atividades, que são intensivas em capital. No período de 12 meses encerrado em 31 de março de 2019, as relações de dívida total/EBITDA e dívida líquida/EBITDA eram de 3,5 vezes e 3,3 vezes, respectivamente.

Potenciais Alterações Regulatórias: A Fitch não incorpora um impacto importante nas operações da Casan e em sua geração de fluxo de caixa em caso de mudanças no ambiente regulatório. No entender da agência, as discussões de diretrizes nacionais para o setor de saneamento básico devem facilitar o aumento da participação do setor privado e impulsionar os investimentos. Os participantes privados respondem, atualmente, por cerca de 6% do mercado. A Fitch acredita que o aumento da participação privada ocorrerá principalmente em companhias públicas altamente ineficientes ou em operadoras municipais locais, o que não é o caso da Casan.

Resumo da Análise em Comparação com os Pares

Resumo da Análise em Comparação com os Pares

Comparação entre Pares O perfil de crédito da Casan é o mais fraco das cinco companhias públicas avaliadas pela Fitch que atuam no setor de saneamento básico, devido à sua ainda restrita flexibilidade financeira, à menor eficiência operacional e à elevada alavancagem financeira. A Saneamento de Goiás S.A. (Saneago, Rating Nacional de Longo Prazo 'BBB+(bra)/Perspectiva Positiva) apresenta menor alavancagem financeira, com expectativa de que este indicador fique na faixa de 2,2 vezes a 3,1 vezes de 2019 a 2022, e se beneficia de melhor acesso ao mercado de capitais, com menores taxas. Ao mesmo tempo, a Saneago apresenta melhor acesso ao mercado de dívidas. A Casan possui perfis financeiro e operacional substancialmente inferiores aos da Companhia de Saneamento de Minas Gerais (Copasa), da Companhia de Saneamento do Paraná (Sanepar) e da Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (Sabesp), todas avaliadas com o Rating Nacional de Longo Prazo 'AA(bra)'. As três empresas apresentam histórico de robusta geração operacional de caixa, alavancagem financeira conservadora, comprovado acesso ao mercado de dívida e capitais, alongado cronograma de vencimento de suas obrigações, além de melhor eficiência operacional.

Vínculo entre Controladora/Subsidiária O vínculo entre controladora/subsidiária não se aplica.

Teto-país	Não há limitações do Teto-país para estes ratings.
Ambiente Operacional	A Casan opera unicamente no Brasil, porém os riscos inerentes à volatilidade macroeconômica do país são parcialmente mitigados pela prestação de um serviço essencial à população. A Fitch considera satisfatório o acesso da Casan ao mercado de dívidas e de capital, sendo que a companhia realiza emissões para investimentos em saneamento com garantias do governo ou de recebíveis a performar.
Outros Fatores	Não se aplicam.
Fonte: Fitch Ratings	

Sensibilidades dos Ratings

Desenvolvimentos Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Positiva

- Crescimento da geração da caixa operacional, com margens de EBITDA acima de 32%;
- Manutenção da alavancagem líquida abaixo de 4,0 vezes, em bases sustentáveis, combinada a riscos de refinanciamento administráveis.

Desenvolvimentos Que Podem, Individual ou Coletivamente, Levar a Uma Ação de Rating Negativa

- Percepção de aumento de risco político ou regulatório;
- Alavancagem líquida acima de 5,0 vezes;
- Pressões no perfil de liquidez da companhia ou deterioração significativa dos índices de cobertura da dívida de curto prazo.

Liquidez e Estrutura da Dívida

Melhora do Perfil de Liquidez: O perfil de liquidez da Casan se beneficiou de sua recente emissão de debêntures, que alongou o cronograma de amortização da dívida e permitiu o aumento do saldo de caixa. Os recursos da nova emissão, no montante total de BRL600 milhões, liquidaram antecipadamente o saldo devedor do FIDC Casan e de sua primeira emissão de debêntures, cuja soma dos saldos devedores era de BRL358 milhões em março de 2019, com cerca de BRL143 milhões a vencer no curto prazo. Parte da emissão também foi utilizada para liquidar outras linhas de crédito, e o restante suportará uma parcela dos investimentos programados para os próximos três anos. Apesar do elevado custo financeiro desta nova captação (calculada com base no Certificado de Depósito Interbancário - CDI+5,75% ao ano), ele está em linha com o das operações liquidadas.

A segunda emissão de debêntures possui vencimento final em 2024 e carência de 18 meses para o início da amortização do principal. Entretanto, a Fitch entende que novas captações para investimentos podem aumentar o risco cambial da companhia, considerado elevado. Ao final de março de 2019, 41% da dívida, de BRL1,2 bilhão, estavam denominados em moeda estrangeira. Na mesma data, o caixa e as aplicações financeiras, de BRL74 milhões, cobriam a dívida de curto prazo, de BRL314 milhões, em apenas 0,2 vez.

Como fator positivo, a Casan possui linhas de crédito de longo prazo junto à Caixa Econômica Federal (Caixa) e à Japan International Cooperation Agency (JICA), que somam cerca de BRL500 milhões. Estes recursos, juntamente com uma aplicação financeira restrita de BRL96 milhões — correspondente a uma captação disponibilizada pela Agência Francesa de Desenvolvimento (AFD) — e os recursos remanescentes das novas debêntures, financiarão o FCF negativo dos próximos anos e aliviarão necessidades de novas captações. De acordo com o cenário-base projetado pela Fitch, a companhia terá recursos para financiar o FCF negativo de 2019 e 2020, estimado em BRL330 milhões.

Liquidez e Vencimentos da Dívida em 2018

Liquidez e Cronograma de Amortização em 31 de dezembro de 2018

Fontes de Liquidez	2019P	2020P	2021P	2022P
Saldo de Caixa - Início do Período	62.837	-75.121	-267.775	-303.844
Fluxo de Caixa Livre (Cenário-base)	-137.669	-192.366	-35.862	-11.150
Fontes de Liquidez Total (A)	-74.832	-267.487	-303.637	-314.994
Utilização da Liquidez				
Amortização da Dívida	-289	-288	-207	-126
Utilização da Liquidez Total (B)	-289	-288	-207	-126
Cálculos da Liquidez				
Saldo de Caixa - Final do Período (A+B)	-75.121	-267.775	-303.844	-315.120
Linhas de Crédito Rotativas Disponíveis	0	0	0	0
Liquidez Disponível	-75.121	-267.775	-303.844	-315.120
Índice de Liquidez	-258,9	-928,8	-1466,8	-2500,0

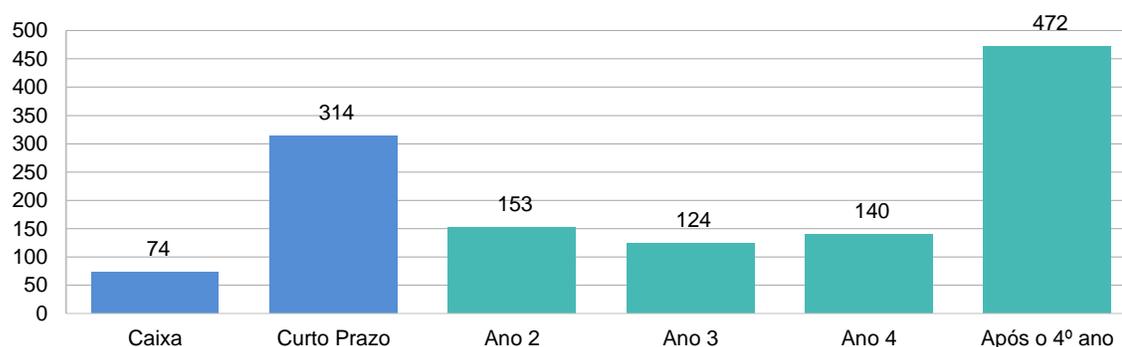
Cronograma de Amortização da Dívida	
Data-base	Dezembro de 2018
2019	289
2020	288
2021	207
2022	126
2023	121
Após 2023	186
Total	1.217

Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Casan.

Vencimento da Dívida

(em 31 de março de 2019)

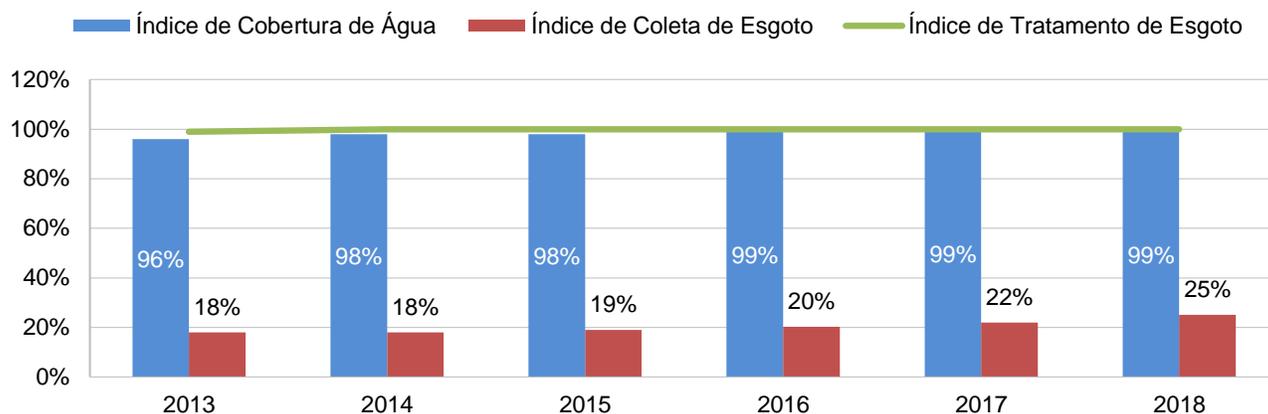
(BRL Mil.)



Fonte: Casan.

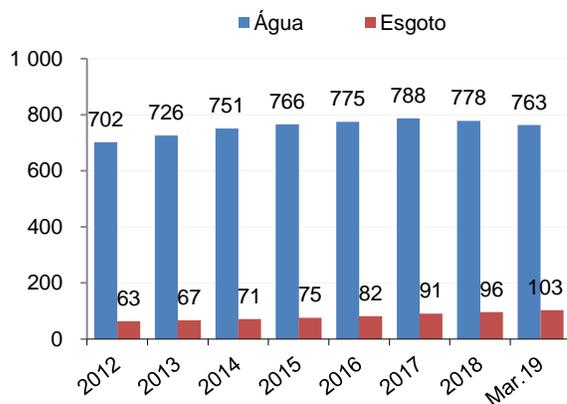
Gráficos

Índices de Cobertura, Coleta e Tratamento



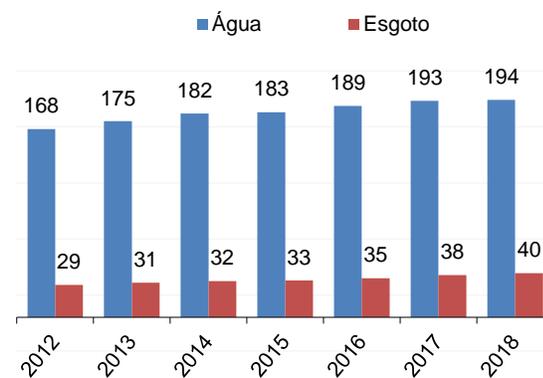
Fonte: Relatórios da Companhia, Fitch.

Número de Conexões (Milhares)



Fonte: Casan; elaboração: Fitch.

Volume Faturado de Água e Esgoto (milhões de m³)



Fonte: Casan; elaboração: Fitch.

Principais Premissas

As Principais Premissas da Fitch no Cenário-base da Casan Incluem:

- Implementação de reajustes tarifários em linha com a inflação;
- Crescimento médio anual do volume faturado de esgoto de 5% e do volume faturado de água de 2% em 2019 e 2020;
- Investimentos anuais médios em torno de BRL355 milhões em 2019 e 2020;
- Pagamentos de dividendos equivalentes a 25% do lucro líquido.

Resumo Financeiro

(BRL mil)	Histórico		Projeção		
	Dez. 2017	Dez. 2018	Dez. 2019P	Dez. 2020P	Dez. 2021P
Resumo das Demonstrações de Resultados					
Receita Líquida	1.020.802	1.085.552	1.161.560	1.241.658	1.324.137
Varição da Receita (%)	11,3	6,3	7,0	6,9	6,6
EBITDA Operacional (Antes dos Rendimentos de Associados)	297.718	317.331	359.735	389.471	419.667
Margem de EBITDA Operacional (%)	29,2	29,2	31,0	31,4	31,7
EBITDAR Operacional	297.718	317.331	359.735	389.471	419.667
Margem de EBITDAR Operacional (%)	29,2	29,2	31,0	31,4	31,7
EBIT Operacional	35.328	-67.065	260.741	272.606	295.352
Margem de EBIT Operacional (%)	3,5	-6,2	22,4	22,0	22,3
Despesa Bruta com Juros	-97.110	-147.717	-127.275	-137.975	-142.725
Lucro Antes de Impostos (Incluindo Rendimentos/Perdas de Associados)	-36.375	-195.613	136.966	138.271	156.412
Resumo do Balanço Patrimonial					
Caixa e Equivalentes	61.898	62.837	79.216	79.851	89.989
Dívida Total com Capital Híbrido	1.242.913	1.217.250	1.328.250	1.491.250	1.537.250
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	1.242.913	1.217.250	1.328.250	1.491.250	1.537.250
Dívida Líquida	1.181.015	1.154.413	1.249.034	1.411.399	1.447.261
Resumo do Fluxo de Caixa					
EBITDA Operacional	297.718	317.331	359.735	389.471	419.667
Juros Pagos	-113.588	-102.412	-127.275	-137.975	-142.725
Impostos Pagos	-41.510	0	-10.483	-46.569	-47.012
Dividendos Recebidos Menos Dividendos Distribuídos a Participações Minoritárias (Entrada/Saída de Fluxos)	0	0	0	0	0
Outros Itens Antes do FFO	14.996	-30.420	0	0	0
Recursos das Operações (FFO)	157.616	184.499	225.477	208.568	233.716
Margem de FFO (%)	15,4	17,0	19,4	16,8	17,7
Varição no Capital de Giro	-17.501	-8.484	-10.146	-10.692	-11.010
Fluxo de Caixa das Operações(CFFO) (Definido pela Fitch)	140.115	176.015	215.331	197.876	222.706
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0			
Investimentos	-248.432	-238.362			
Intensidade de Capital (Investimentos/Receita) (%)	24,3	22,0			
Dividendos Ordinários	0	0			
Fluxo de Caixa Livre (FCF)	-108.317	-62.347			
Aquisições e Desinvestimentos Líquidos	0	0			
Outros Itens do Fluxo de Caixa de Invest. e Financiamento	-17.336	98.329	43.048	30.000	0
Recursos de Dívida Líquidos	233.185	-35.043	111.000	163.000	46.000
Recursos de Capital Líquidos	0	0	0	0	0
Varição do Saldo de Caixa	107.532	939	16.379	634	10.138
Cálculos das Projeções					
Investimentos, Dividendos e Aquisições e Desinvestimentos	-248.432	-238.362	-353.000	-390.242	-258.568
FCF Após Aquisições e Desinvestimentos	-108.317	-62.347	-137.669	-192.366	-35.862
Margem do FCF (Após Aquisições Líquidas) (%)	-10,6	-5,7	-11,9	-15,5	-2,7
Índices de Cobertura					
Cobertura dos Juros pelo FFO (x)	2,2	2,7	2,7	2,5	2,6
Cobertura dos Encargos Fixos pelo FFO (x)	2,2	2,7	2,7	2,5	2,6
EBITDAR Operacional/Juros Pagos + Aluguéis (x)	2,6	3,1	2,8	2,8	2,9
EBITDA Operacional/Juros Pagos (x)	2,6	3,1	2,8	2,8	2,9
Indicadores de Alavancagem					
Dívida Total Ajustada/EBITDAR Operacional (x)	4,2	3,8	3,7	3,8	3,7
Dívida Líquida Total Ajustada/EBITDAR Operacional (x)	4,0	3,6	3,5	3,6	3,4
Dívida Total com Capital Híbrido/EBITDA Operacional (x)	4,2	3,8	3,7	3,8	3,7
Alavancagem Ajustada pelo FFO (x)	5,0	4,4	3,8	4,3	4,1
Alavancagem Líquida Ajustada pelo FFO (x)	4,8	4,2	3,6	4,1	3,9
P — Projeção.					
Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Casan.					

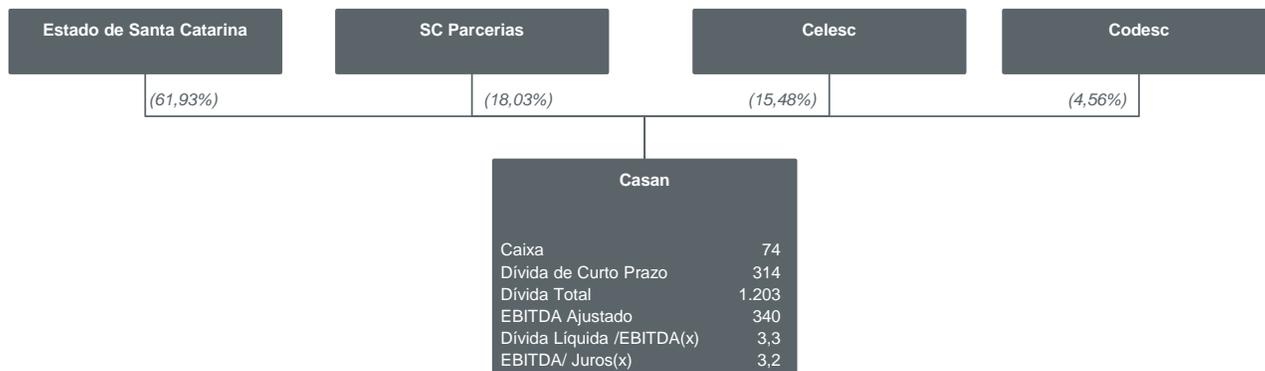
Como Interpretar as Projeções Apresentadas

As projeções apresentadas se baseiam nas projeções do cenário de rating conservador produzidas internamente na agência. As projeções não representam as estimativas dos emissores classificados. As projeções publicadas acima são apenas um componente utilizado pela Fitch para atribuir um rating ou determinar uma perspectiva de rating. As informações presentes na projeção refletem elementos significativos, porém não totais, das premissas de rating da Fitch para o desempenho financeiro do emissor. Assim, não podem ser usadas para estabelecer um rating e não devem ser apoiadas neste propósito. As projeções da Fitch são elaboradas com uma ferramenta de propriedade interna, que utiliza as premissas da agência sobre desempenho financeiro e operacional, que podem não refletir as premissas que o leitor faria. As definições próprias da Fitch de termos financeiros, como EBITDA, dívida ou fluxo de caixa livre, podem diferir das do leitor. A Fitch pode obter acesso, periodicamente, a informações confidenciais de elementos de planejamento futuro do emissor. Alguns elementos podem ter sido omitidos destas projeções, mesmo quando incluídos nas deliberações internas da agência, sempre que a Fitch, a seu critério, considerar que os dados possam ser sensíveis em contextos comerciais, legais ou regulatórios. As projeções (assim como a íntegra deste relatório) são produzidas estritamente de acordo com os *disclaimers* presentes no final deste documento. A Fitch pode atualizar as projeções em relatórios futuros, mas não assume responsabilidade em fazê-lo.

Estrutura Organizacional Simplificada do Grupo

Estrutura Organizacional – Companhia Catarinense de Águas e Saneamento (Casan)

(BRL milhões, em 31 de março de 2019)



Celesc - Centrais Elétricas de Santa Catarina. Codesc – Companhia de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina.

Fonte: Casan; Cálculos: Fitch

Resumo Financeiro dos Pares

Empresa	Rating	Data	Receita Líquida (BRL Milhões)	EBITDA (BRL Milhões)	Margem de EBITDA (%)	Fluxo de Caixa das Operações (BRL Milhões)	Dívida Líquida Ajustada/ EBITDAR (x)
Casan	BBB-(bra)						
		2018	1.086	317	29,2	176	3,6
		2017	1.021	298	29,2	140	4,0
		2016	917	234	25,5	15	4,0
Saneamento de Goiás S.A. (Saneago)	BBB+(bra)						
		2018	2.081	495	23,8	169	1,9
		2017	1.995	363	18,2	203	2,4
		2016	1.843	380	20,6	337	2,8
Saneamento Ambiental Aguas do Brasil S.A.	AAA(bra)						
		2018	982	326	33,3	214	1,6
		2017	938	318	33,8	181	1,9
		2016	860	267	31,0	154	2,5
Companhia de Saneamento de Minas Gerais (Copasa)	AA(bra)						
		2018	4.199	1.491	35,5	866	1,9
		2017	4.024	1.521	37,8	914	1,7
		2016	3.668	1.396	38,1	635	1,9
Companhia de Saneamento do Paraná - Sanepar	AA(bra)						
		2018	4.162	1.646	39,5	1.137	1,5
		2017	3.869	1.385	35,8	1.110	1,5
		2016	3.478	1.174	33,8	880	1,8
Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo (Sabesp)	AA(bra)						
		2018	12.482	5.763	46,2	3.665	1,8
		2017	11.457	5.258	45,9	3.270	1,9
		2016	10.365	4.237	40,9	2.973	2,4
Fonte: Fitch Ratings, Fitch Solutions.							

Reconciliação dos Principais Indicadores Financeiros

(BRL 000)	31-dez-18
Resumo da Demonstração dos Resultados	
EBITDA Operacional	317.331
+ Dividendos Recorrentes Pagos a Participações Não Controladas	0
+ Dividendos Recorrentes Recebidos de Associadas	0
+ Ajustes Adicionais da Análise para Dividendos Recorrentes Recebidos de Associadas e Pagos a Participa	0
= EBITDA Operacional Após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias (k)	317.331
+ Despesas com Arrendamento Operacional Consideradas Capitalizadas (h)	0
= EBITDAR Operacional Após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias (j)	317.331
Resumo da Dívida e do Caixa	
Dívida Total com Capital Híbrido (l)	1.217.250
+ Dívida Referente a Arrendamentos Operacionais (Despesas com Arrendamento Consideradas Capitalizad	0
+ Outras Dívidas fora do Balanço	0
= Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido (a)	1.217.250
Caixa Disponível [Definido pela Fitch]	62.837
+ Aplicações Financeiras Disponíveis [Definidas pela Fitch]	0
= Caixa & Equivalentes Disponíveis (o)	62.837
Dívida Líquida Total Ajustada (b)	1.154.413
Resumo do Fluxo de Caixa	
Dividendos Preferenciais (Pagos) (f)	0
Juros Recebidos	10.428
+ Juros (Pagos) (d)	-102.412
= Encargos Financeiros Líquidos (e)	-91.984
Recursos das Operações [FFO] (c)	184.499
+ Variação no Capital de Giro [Definida pela Fitch]	-8.484
= Fluxo de Caixa das Operações [CFFO] (n)	176.015
Investimentos (m)	-238.362
Múltiplo Aplicado aos Arrendamentos Operacionais Capitalizados (i)	5,0
Alavancagem Bruta	
Dívida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x] (a/j)	3,8
Alavancagem Bruta Ajustada pelo FFO [x] (a/(c-e+h-f))	4,4
<i>Dívida Total Ajustada/(FFO - Encargos Financeiros Líquidos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos)</i>	
Dívida Total com Capital Híbrido/ EBITDA Operacional* [x] (l/k)	3,8
Alavancagem Líquida	
Dívida Líquida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x] (b/j)	3,6
Alavancagem Líquida Ajustada pelo FFO [x] (b/(c-e+h-f))	4,2
<i>Dívida Líquida Total Ajustada/(FFO - Encargos Financeiros Líquidos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos)</i>	
Dívida Líquida Total / (CFFO - Investimentos) [x] ((l-o)/(n+m))	-18,5
Cobertura	
EBITDAR Operacional / (Juros Pagos + Despesas com Arrendamento)* [x] (j/-d+h)	3,1
EBITDA Operacional / Juros Pagos* [x] (k/(-d))	3,1
Cobertura de Encargos Fixos pelo FFO [x] ((c-e+h-f)/(-d+h-f))	2,7
<i>(FFO - Encargos Financeiros Líquidos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos) / (Juros Brutos Pagos + Arrendamentos Operacionais Capitalizados - Dividendos Preferenciais Pagos)</i>	
Cobertura dos Juros Brutos pelo FFO [x] ((c-e-f)/(-d-f))	2,7
<i>(FFO - Encargos Financeiros Líquidos - Dividendos Preferenciais Pagos) / (Juros Brutos Pagos - Dividendos Preferenciais Pagos)</i>	
* EBITDA/R após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias	
Fonte: Fitch, com base nos relatórios da empresa.	

Reconciliação dos Principais Indicadores Financeiros pelos Critérios da Fitch

	Valores Reportados 31-dez-18	Somatório dos Ajustes da Fitch	Ajustes no Caixa	Outros Ajustes	Valores Ajustados
Resumo da Demonstração dos Resultados					
Receita	1.085.552	0			1.085.552
EBITDAR Operacional	317.331	0			317.331
EBITDAR Operacional após Dividendos a Associadas	317.331	0			317.331
Despesa com Arrendamento Operacional	0	0			0
EBITDA Operacional	317.331	0			317.331
EBITDA Operacional após Dividendos a Associadas e	317.331	0			317.331
EBIT Operacional	-67.065	0			-67.065
Resumo da Dívida e do Caixa					
Dívida Total com Capital Híbrido	1.217.250	0			1.217.250
Dívida Total Ajustada com Capital Híbrido	1.217.250	0			1.217.250
Dívida Referente a Arrendamento Operacional	0	0			0
Outras Dívidas Fora do Balanço	0	0			0
Caixa & Equivalentes Disponíveis	87.815	-24.978	-24.978		62.837
Caixa & Equivalentes Não Disponíveis	0	73.048	73.048		73.048
Resumo do Fluxo de Caixa					
Dividendos Preferenciais (Pagos)	0	0			0
Juros Recebidos	10.428	0			10.428
Juros (Pagos)	-102.412	0			-102.412
Recursos das Operações [FFO]	64.667	119.832		119.832	184.499
Variação no Capital de Giro [Definida pela Fitch]	-8.484	0			-8.484
Fluxo de Caixa das Operações [CFFO]	56.183	119.832		119.832	176.015
Fluxo de Caixa Não-Operacional/Não-Recorrente	0	0			0
Investimentos	-238.362	0			-238.362
Dividendos Ordinários (Pagos)	0	0			0
Fluxo de Caixa Livre [FCF]	-182.179	119.832		119.832	-62.347
Alavancagem Bruta					
Dívida Total Ajustada / EBITDAR Operacional* [x]	3,8				3,8
Alavancagem Ajustada pelo FFO [x]	7,8				4,4
Dívida Total com Capital Híbrido / EBITDA Operacional*	3,8				3,8
Alavancagem Líquida					
Dívida Líquida Total Ajustada / EBITDAR Operacional*	3,6				3,6
Alavancagem Líquida Ajustada pelo FFO [x]	7,2				4,2
Dívida Líquida Total / (CFFO - Investimentos) [x]	-6,2				-18,5
Cobertura					
EBITDAR Operacional / (Juros Pagos + Despesas com	3,1				3,1
EBITDA Operacional / Juros Pagos* [x]	3,1				3,1
Cobertura dos Encargos Fixos pelo FFO [x]	1,5				2,7
Cobertura dos Juros pelo FFO [x]	1,5				2,7

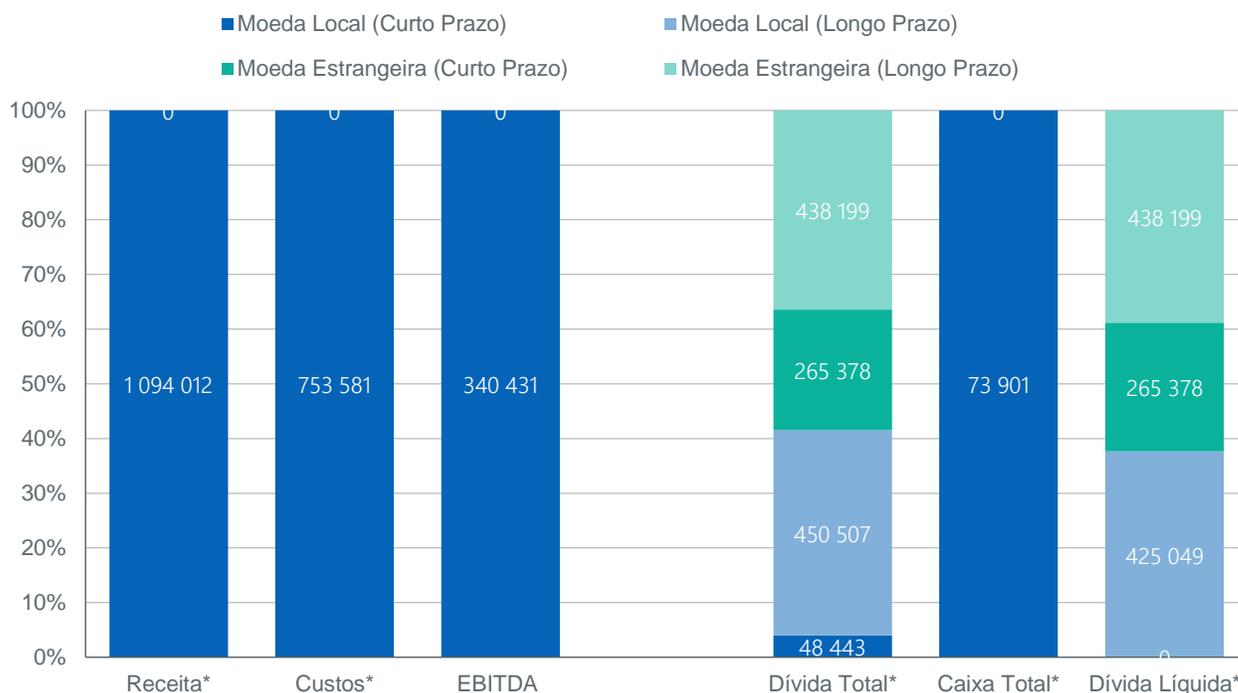
*EBITDA/R após Dividendos a Associadas e Participações Minoritárias
Fonte: Fitch, com base nos relatórios da empresa.

FX Screener

A Fitch considera moderada a exposição da Casan ao risco cambial, tendo em vista a parcela de sua dívida exposta às flutuações do câmbio. A companhia não possui receita e custos em moeda estrangeira. Em 31 de março de 2019, aproximadamente 35% da dívida total estavam denominados em moeda estrangeira. A desvalorização cambial de 30% implicaria aumento de 0,6 vez na alavancagem líquida da companhia.

Fitch FX Screener

(Casan, Rating Nacional de Longo Prazo 'BBB-(bra)'/Perspectiva Positiva - 31/03/2019, BRL mil)



*Após *hedge*, os números representam as estimativas da Fitch, com base em informações públicas disponíveis.
Fonte: Fitch.

Resumo dos *Covenants* Financeiros

Atualmente, a Casan está sujeita, em suas operações de financiamento, à observância dos seguintes indicadores:

Agência Francesa de Desenvolvimento (AFD):

- Liquidez Corrente \geq 1,2 vez;
- Dívida Financeira/EBITDA \leq 5 vezes;
- Cobertura do Serviço da Dívida \geq 1,4 vez.

2ª Emissão de Debêntures:

- Dívida Líquida/EBITDA \leq 4,5 vezes.

Metodologia Aplicada e Pesquisa Relacionada

Metodologia de Ratings Corporativos (19 de fevereiro de 2019)

Metodologia de Ratings em Escala Nacional (18 de julho de 2018)

Analistas

Leonardo Coutinho

+55 21 4503-2630

leonardo.coutinho@fitchratings.com

Gustavo Mueller

+55 21 4503-2632

gustavo.mueller@fitchratings.com

A presente publicação não é um relatório de classificação de risco de crédito para os efeitos do artigo 16 da Instrução CVM nº 521/12.

Os ratings acima foram solicitados pelo, ou em nome do, emissor, e, portanto, a Fitch foi compensada pela avaliação dos ratings.

TODOS OS RATINGS DE CRÉDITO DA FITCH ESTÃO SUJEITOS A ALGUMAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE. POR FAVOR, VEJA NO LINK A SEGUIR ESSAS LIMITAÇÕES E TERMOS DE ISENÇÃO DE RESPONSABILIDADE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ALÉM DISSO, AS DEFINIÇÕES E OS TERMOS DE USO DOS RATINGS ESTÃO DISPONÍVEIS NO SITE PÚBLICO DA AGÊNCIA, EM WWW.FITCHRATINGS.COM. OS RATINGS PÚBLICOS, CRITÉRIOS E METODOLOGIAS PUBLICADOS ESTÃO PERMANENTEMENTE DISPONÍVEIS NESTE SITE. O CÓDIGO DE CONDUTA DA FITCH E AS POLÍTICAS DE CONFIDENCIALIDADE, CONFLITOS DE INTERESSE; SEGURANÇA DE INFORMAÇÃO (FIREWALL) DE AFILIADAS, COMPLIANCE E OUTRAS POLÍTICAS E PROCEDIMENTOS RELEVANTES TAMBÉM ESTÃO DISPONÍVEIS NESTE SITE, NA SEÇÃO "CÓDIGO DE CONDUTA". A FITCH PODE TER FORNECIDO OUTRO SERVIÇO AUTORIZADO À ENTIDADE CLASSIFICADA OU A PARTES RELACIONADAS. DETALHES SOBRE ESSE SERVIÇO PARA RATINGS PARA O QUAL O ANALISTA PRINCIPAL ESTÁ BASEADO EM UMA ENTIDADE DA UNIÃO EUROPEIA PODEM SER ENCONTRADOS NA PÁGINA DO SUMÁRIO DA ENTIDADE NO SITE DA FITCH. Copyright © 2019 da Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. e suas subsidiárias. 33 Whitehall St, NY, NY 10004. Telefone: 1-800-753-4824 (para chamadas efetuadas nos Estados Unidos), ou (001212) 908-0500 (chamadas fora dos Estados Unidos). Fax: (212) 480-4435. Proibida a reprodução ou retransmissão, integral ou parcial, exceto quando autorizada. Todos os direitos reservados. Ao atribuir e manter ratings e ao fazer outros relatórios (incluindo informações sobre projeções), a Fitch conta com informações factuais que recebe de emissores e underwriters e de outras fontes que a agência considera confiáveis. A Fitch realiza uma apuração adequada das informações factuais de que dispõe, de acordo com suas metodologias de rating, e obtém razoável verificação destas informações de fontes independentes, à medida que estas fontes estejam disponíveis com determinado patamar de segurança, ou em determinada jurisdição. A forma como é conduzida a investigação factual da Fitch e o escopo da verificação de terceiros que a agência obtém poderão variar, dependendo da natureza do título analisado e do seu emissor, das exigências e práticas na jurisdição em que o título analisado é oferecido e vendido e/ou em que o emissor esteja localizado, da disponibilidade e natureza da informação pública envolvida, do acesso à administração do emissor e seus consultores, da disponibilidade de verificações pré-existentes de terceiros, como relatórios de auditoria, cartas de procedimentos acordadas, avaliações, relatórios atuariais, relatórios de engenharia, pareceres legais e outros relatórios fornecidos por terceiros, disponibilidade de fontes independentes e competentes de verificação, com respeito ao título em particular, ou na jurisdição do emissor, em especial, e a diversos outros fatores. Os usuários dos ratings e relatórios da Fitch devem estar cientes de que nem uma investigação factual aprofundada, nem qualquer verificação de terceiros poderá assegurar que todas as informações de que a Fitch dispõe com respeito a um rating ou relatório serão precisas e completas. Em última instância, o emissor e seus consultores são responsáveis pela precisão das informações fornecidas à Fitch e ao mercado ao disponibilizar documentos e outros relatórios. Ao emitir ratings e relatórios, a Fitch é obrigada a confiar no trabalho de especialistas, incluindo auditores independentes, com respeito às demonstrações financeiras, e advogados, com referência a assuntos legais e tributários. Além disso, os ratings e as projeções financeiras e outras informações são naturalmente prospectivos e incorporam hipóteses e premissas sobre eventos futuros que, por sua natureza, não podem ser confirmados como fatos. Como resultado, apesar de qualquer verificação sobre fatos atuais, os ratings e as projeções podem ser afetados por condições ou eventos futuros não previstos na ocasião em que um rating foi emitido ou afirmado. As informações neste relatório são fornecidas "tais como se apresentam", sem que ofereçam qualquer tipo de garantia. Um rating da Fitch constitui opinião sobre o perfil de crédito de um título. Esta opinião e os relatórios se apoiam em critérios e metodologias existentes, que são constantemente avaliados e atualizados pela Fitch. Os ratings e relatórios são, portanto, resultado de um trabalho de equipe na Fitch, e nenhum indivíduo, ou grupo de indivíduos, é responsável isoladamente por um rating ou relatório. O rating não cobre o risco de perdas em função de outros riscos que não sejam o de crédito, a menos que tal risco esteja especificamente mencionado. A Fitch não participa da oferta ou venda de qualquer título. Todos os relatórios da Fitch são de autoria compartilhada. Os profissionais identificados em um relatório da Fitch participaram de sua elaboração, mas não são isoladamente responsáveis pelas opiniões expressas no texto. Os nomes são divulgados apenas para fins de contato. Um relatório que contenha um rating atribuído pela Fitch não constitui um prospecto, nem substitui as informações reunidas, verificadas e apresentadas aos investidores pelo emissor e seus agentes com respeito à venda dos títulos. Os ratings podem ser alterados ou retirados a qualquer tempo, por qualquer razão, a critério exclusivo da Fitch. A agência não oferece aconselhamento de investimentos de qualquer espécie. Os ratings não constituem recomendação de compra, venda ou retenção de qualquer título. Os ratings não comentam a correção dos preços de mercado, a adequação de qualquer título a determinado investidor ou a natureza de isenção de impostos ou taxação sobre pagamentos efetuados com respeito a qualquer título. A Fitch recebe pagamentos de emissores, seguradores, garantidores, outros coobrigados e underwriters para avaliar os títulos. Estes preços geralmente variam entre USD1.000 e USD750.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável) por emissão. Em certos casos, a Fitch analisará todas ou determinado número de emissões efetuadas por um emissor em particular ou seguradas ou garantidas por determinada seguradora ou garantidor, mediante um único pagamento anual. Tais valores podem variar de USD10.000 a USD1.500.000 (ou o equivalente em moeda local aplicável). A atribuição, publicação ou disseminação de um rating pela Fitch não implicará consentimento da Fitch para a utilização de seu nome como especialista, com respeito a qualquer declaração de registro submetida mediante a legislação referente a títulos em vigor nos Estados Unidos da América, a Lei de Serviços Financeiros e Mercados, de 2000, da Grã-Bretanha ou a legislação referente a títulos de qualquer outra jurisdição, em particular. Devido à relativa eficiência da publicação e distribuição por meios eletrônicos, o relatório da Fitch poderá ser disponibilizada para os assinantes eletrônicos até três dias antes do acesso para os assinantes dos impressos. Para a Austrália, Nova Zelândia, Taiwan e Coreia do Sul apenas: A Fitch Austrália Pty Ltd detém uma licença australiana de serviços financeiros (licença AFS nº337123.), a qual autoriza o fornecimento de ratings de crédito apenas a clientes de atacado. As informações sobre ratings de crédito publicadas pela Fitch não se destinam a ser utilizadas por pessoas que sejam clientes de varejo, nos termos da Lei de Sociedades (Corporations Act 2001).